

# Das Spiel mit der Zinswende

21.12.2015 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

Die US-Zentralbank hat den Leitzins angehoben. Eine Rückkehr zu "normalen" Zinshöhen ist jedoch unwahrscheinlich.

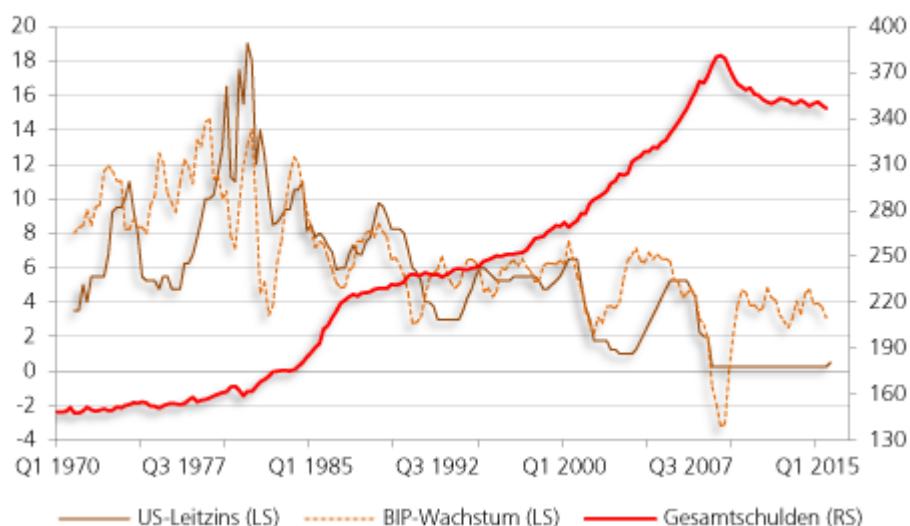
Die US-Zentralbank (Fed) hat am 16. Dezember 2015 den Leitzins auf 0,25 bis 0,5 Prozent erhöht (vorher: 0 bis 0,25 Prozent). Es war die erste Zinsanhebung nach sieben Jahren. Ist damit eine Zinswende eingeleitet?

Die niedrigen Zinsen haben auf vielfältige Weise die Gesamtnachfrage befördert - in den USA und auch in anderen Regionen der Welt. Beispielsweise haben sie kreditfinanzierte Ausgaben für Konsum und Häuserkäufe belebt. Neue Investitionen sind in Gang gesetzt worden, die sich bei "normalen Zinsen" nicht gerechnet hätten. Die Preise auf den Finanzmärkten wurden aufgebläht. Das wiederum hat den Banken neues Eigenkapital beschert.

Käme es zu einer tatsächlichen Abkehr von den Niedrigzinsen, zu einer Rückkehr zu "normalen Zinsen", würde die Konjunktur gebremst, möglicherweise sogar eine neuerliche Krise ausgelöst. Von ganz entscheidender Bedeutung ist dabei natürlich die Frage, auf welche Höhe die Fed die Zinsen letztlich bringen wird.

Historisch betrachtet müsste der US-Leitzins in etwa dem nominalen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts entsprechen. Letzteres lag im dritten Quartal 2015 bei etwas mehr als drei Prozent.

**Historie legt nahe, dass der US-Leitzins nach wie vor zu niedrig ist**  
US-Leitzins und Wachstum des US-Bruttoinlandsproduktes in Prozent



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen

Doch dass die Fed den Zins soweit ansteigen lässt, ist fraglich - auch wenn die Zentralbank in ihren Prognosen einen Zins von 3,3 Prozent Ende 2018 in Aussicht stellt.

In Kreisen Einflussreicher wird die Meinung vertreten, der "richtige Zins" sei mittlerweile niedriger als in der Vergangenheit. Eine Rückkehr zu gewohnten Zinsniveaus sei daher nicht möglich.

Einige Ökonomen meinen sogar, der "richtige Zins" sei nunmehr negativ. Folglich sollte die Fed den Leitzins, wenn überhaupt, nur ganz leicht anheben; am besten aber unverändert lassen.

Neben diesen eher akademischen Argumenten gibt es vor allem einen handfesten Grund, warum die Zinsen vermutlich nicht wieder "normalisiert" werden können, beziehungsweise künstlich niedrig gehalten werden müssen. Der Grund ist die hohe Verschuldung. Steigende Zinsen werden früher oder später die schuldengetriebene US-Wirtschaft (und damit letztlich auch alle anderen Volkswirtschaften der Welt) in

Probleme bringen.

Das Schuldgeldsystem erlaubt keine wirkliche Abkehr von der Niedrigzinspolitik: Es funktioniert nämlich nur, wenn die Zinsen sehr niedrig bleiben. Nur dann kann immer mehr Kredit und Geld in Umlauf gebracht werden. Und genau das ist unverzichtbar, damit die kreditgetriebenen Konjunkturen nicht einknicken. Warum hat dann aber die Fed die Zinsen - wenngleich auch nach langem Zögern - überhaupt angehoben?

### **Zinssteigerungsfantasien**

Eine dauerhafte Nullzinspolitik wird früher oder später zum Problem. Setzt sich bei Anlegern die Erwartung durch, dass die Zinsen auf "ewig" an der Nulllinie verharren, kann das Schuldgeldsystem rasch in schweres Fahrwasser geraten. Für Anleger sind dann nämlich Termin- und Spareinlagen, Staats- und Bankschuldpapiere, Lebensversicherungen und Geldmarkt- und Rentenfondsanteile nicht mehr attraktiv.

Wenn die Anleger hingegen erwarten, dass die Zinsen nur "vorübergehend" niedrig sind und "bald" wieder steigen beziehungsweise normalisiert werden, werden die meisten Anleger nicht aus ihren festverzinslichen Papieren fliehen, sondern ausharren (und auf höhere Zinsen hoffen).

In einer Tiefzinsphase ist es geradezu überlebenswichtig für das Schuldgeldsystem, dass die Erwartung künftig steigender Zinsen wachgehalten wird, denn nur dann bricht das Kreditangebot nicht zusammen. Gleichzeitig muss es der Zentralbank gelingen, die "Zinsnormalisierung" immer weiter in die Zukunft zu verschieben - ohne dass der Zins tatsächlich wieder normalisiert wird.

Die Fed-Entscheider praktizieren dieses Spiel meisterhaft; sie scheinen das Drehbuch von "Warten auf Godot" aufmerksam studiert zu haben. Die Jubelrufe der Finanzbranche sind ihnen sicher.

Anleger sollten jedoch eines nicht aus dem Blick verlieren: Das Schuldgeldsystem benötigt, damit es nicht "entgleist", im Trendverlauf sinkende Zinsen. Zwar mag eine Zentralbanken hier und da den Zins einmal anheben. Aber sie kann nicht den Trend sinkender Zinsen beenden, ohne dass das Schuldgeldsystem Schiffbruch erleidet. Dieser ökonomischen Gesetzmäßigkeit können auch die Vereinigten Staaten von Amerika nicht entkommen. Der US-Dollar mag den Anlegern derzeit als der "sichere Hafen" erscheinen. Doch diese Rolle kann er nicht dauerhaft erfüllen. Das kann nur das Gold - denn das Gold ist das ultimative Zahlungsmittel.

### **Wie die US-Zinsanhebung funktioniert**

In den letzten Jahren hat die Fed bekanntlich Wertpapiere in großem Stil aufgekauft und im Gegenzug mit neu geschaffenem Basisgeld bezahlt. Dadurch sind die "Überschussreserven" der US-Banken (sie errechnen sich als Differenz zwischen dem tatsächlichen Basisgeldbestand in den Händen der Banken und dem erforderlichen Basisgeldbestand (das ist die "Mindestreserve")) auf etwa 2.500 Mrd. US-Dollar angeschwollen.

Das US-Bankensystem hat also derzeit mehr Basisgeld, als es eigentlich braucht (im vorherrschenden Teilreservesystem). Banken benötigen Basisgeld, um (1) die Mindestreservepflicht zu erfüllen, (2) untereinander Zahlungen abzuwickeln und (3) den Kundenwünschen nach Bargeldauszahlung (in Form von Münzen und Banknoten) nachkommen zu können.

Die Fed verzinst die Guthaben, die US-Banken bei ihr unterhalten. Es gibt einen Zins für Mindestreserveguthaben ("Interest Rate On Excess Reserves" (IOER)) und einen Zins für Überschussguthaben ("Interest Rate on Required Reserves" (IIRR)). Beide Zinsen, also IROER und IRR, wurden am 16. Dezember 2008 auf 0,25 Prozent gesetzt. Dadurch hat man die US-Banken subventioniert.

Brauchte eine US-Bank zusätzliches US-Dollar-Basisgeld, so hat sie sich bisher direkt an die Fed gewandt. Denn dort erhielt sie einen Kredit, für den sie einen Zins von weniger als 0,25 Prozent bezahlen musste (bis vor der Zinsanhebung am 16. Dezember 2015 waren es etwa 0,15 Prozent). Für eine US-Bank gab es unter diesen Bedingungen keinen Anreiz, ihre Überschussguthaben an andere Banken zu verleihen.

Schon seit Anfang 2014 entzieht die Fed dem US-Bankensektor Liquidität, und zwar im Zuge sogenannter Repo-Geschäfte ("Repo" ist die englische Kurzform für "Repurchase Agreement"). Dabei verkauft die Fed Wertpapiere, die sie im Eigenbestand hat, an die Banken. Die Transaktion wird nach kurzer Zeit jedoch wieder rückabgewickelt.

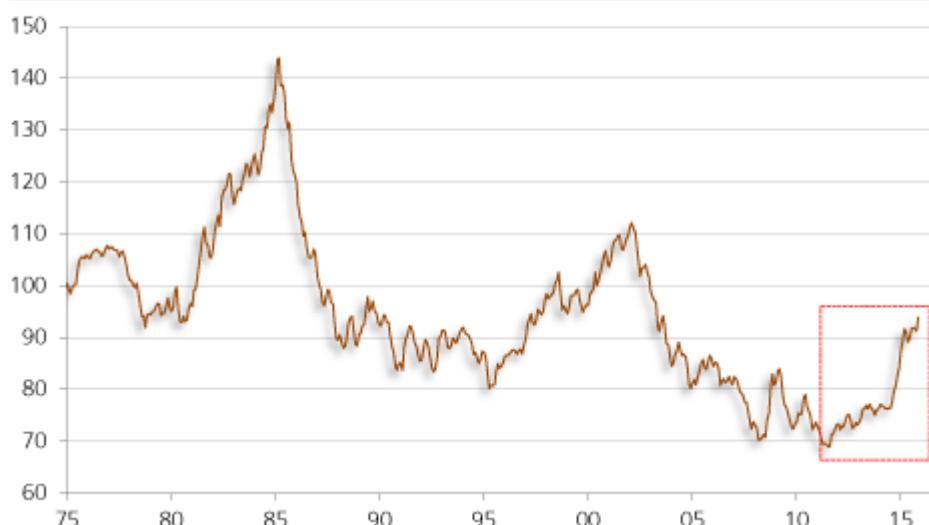
Banken können sich im Zuge von Repo-Geschäften Staatsanleihen besorgen (um beispielsweise Finanztransaktionen zu besichern) und zudem auch eine Rendite auf ihre Überschussguthaben erzielen - denn die Fed zahlt den Banken einen Repo-Zins. Ist der Repo-Zins höher (niedriger) als der Zins auf Überschussguthaben, ist es attraktiv (nicht attraktiv) für Banken, Repo-Geschäfte mit der Fed zu tätigen.

Am 16. Dezember 2016 hat die Fed nun den Leitzins (Federal Funds Rate) auf 0,25 bis 0,5 Prozent angehoben (vorher: 0 bis 0,25 Prozent). Der Zins auf Mindestreserve (IORR) und der Zins auf Überschussguthaben (IOER) wurde auf 0,5 Prozent hochgesetzt (vorher: 0,25 Prozent). Der Repo-Zins wurde ebenfalls, wie der Leitzins, in die Bandbreite von 0,25 bis 0,5 Prozent gehoben. Der Tageszins dürfte sich nun von bisher etwa 0,15 Prozent in eine Bandbreite von 0,25 bis 0,5 Prozent einpendeln (vermutlich bei etwa 0,375 Prozent).

Dadurch hat der Zins im US-Dollar-Interbankenmarkt nun eine positive Untergrenze: Der Geldmarktzins wird nicht mehr unter 0,25 Prozent fallen. Letzterer ist jetzt quasi der Mindestzins. Weil sie für ihre Überschussguthaben einen Zins von 0,5 Prozent erhalten, werden die Banken ihre Überschussguthaben nicht im Geldmarkt anbieten. Sie werden sie an die Fed verleihen und im Gegenzug dafür Wertpapiere von der Fed übernehmen. Rein technisch gesehen, hat die Fed die Überschussliquidität und die Geldmarktzinsen damit fest im Griff.

### US-Dollar, „Emerging Markets“-Währungen und Goldpreis

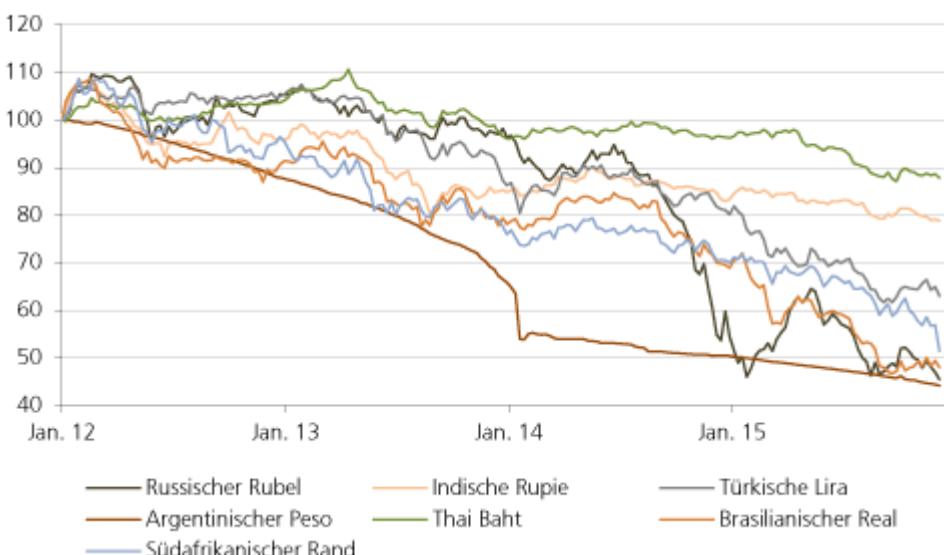
1 Außenwert des US-Dollar steigt<sup>1)</sup>



Dollar-Aufwertung hat bereits Mitte 2011 eingesetzt - und es spricht einiges dafür, dass sich die Aufwertung weiter fortsetzt.

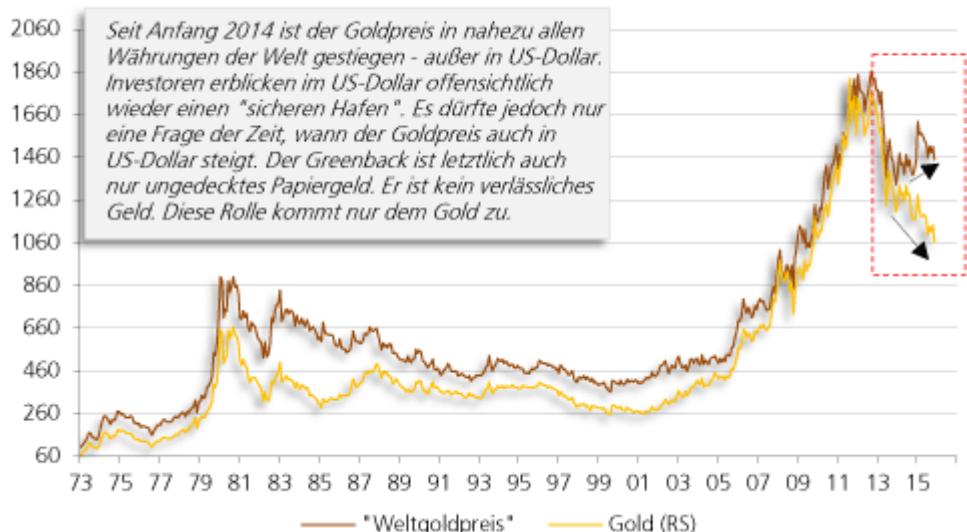
1) Handelsgewichteter Außenwert des US-Dollar. Serien sind indexiert (März 1973 = 100).

2 Währungen der „Emerging Markets“ werten sich ab<sup>2)</sup>



Die Währungen der "Emerging Markets"-Länder werten gegenüber dem US-Dollar ab - mitunter drastisch.  
2) Gegenüber dem US-Dollar gerechnet. Serien sind indexiert (Januar 2012 = 100).

### 3 US-Dollar genießt (aller-)größtes Vertrauen.<sup>3)</sup>



Quelle: Bloomberg, Thomson Financial; eigene Berechnungen

In vielen Währungen - mit Ausnahme des US-Dollar - ist der Goldpreis seit Anfang 2014 weiter angestiegen.

3) Zur Erläuterung des "Weltgoldpreises": Siehe die Anmerkung am Artikelende.

### Exkurs: Der Wettbewerbsnachteil des Euro

Die Bedeutung des Euro als internationale Transaktions- und Reservewährung geht zurück.(1) Die Einheitswährung ist seit dem Ausbruch der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise immer weniger gefragt als offizielle Währungsreserve. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in einem relativen Bedeutungsverlust des Euro im internationalen Zahlungsverkehr wider. Bislang haben sich also die Hoffnungen, der Euro werde sich zu einer ernsten Konkurrenz zum US-Dollar entwickeln, nicht erfüllt.

Das mag nicht nur mit der herausgehobenen Marktstellung des US-Dollar zusammenhängen, sondern vor allem auch mit der besonderen Risikostruktur der Einheitswährung. Alle ungedeckten Papierwährungen, einschließlich des Euro, tragen bekanntlich ein Entwertungsrisiko. Das erklärt sich durch die Möglichkeit, dass die Zentralbank die Geldmenge jederzeit übergebührlich stark ausweiten kann. Dadurch können die Güterpreise in die Höhe getrieben und so die Kaufkraft des Geldes herabgesetzt werden.

Der Euro trägt jedoch - anders als US-Dollar, der japanische Yen oder der chinesische Renminbi - zusätzlich zum Entwertungsrisiko auch das Risiko, dass Länder aus dem Euroraum austreten könnten; dass die Einheitswährung im Extremfall auseinanderbricht. So etwas ist zwar auch prinzipiell bei den anderen großen Währungen denkbar (etwa im Zuge einer Sezession in den Vereinigten Staaten von Amerika oder auch in China). Aber im Euroraum ist solch eine Entwicklung vermutlich immer noch am wahrscheinlichsten.

Der Euro ist nämlich eine Einheitswährung für eine Vielzahl von Nationen mit unterschiedlichen Kulturen und Sprachen. Das Entstehen einer homogenen Sprachgemeinschaft auf absehbare Zeit ist nicht zu erkennen. Nun verlangt aber das Erhalten der Einheitswährung ein hohes Maß an Umverteilung von Einkommen und Vermögen zwischen den Teilnehmerländern, für die es vermutlich in der breiten Bevölkerung (der Geberländer) keine Unterstützung gibt. Daher werden die politischen "Rettungsmaßnahmen" so konstruiert, dass die Kosten für den Wähler nicht unmittelbar ersichtlich sind.

Etwa indem Staaten die Schulden anderer Staaten garantieren. Vor allem die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ermöglicht es, durch das Herabdrücken der Zinsen und das Vermehren der Geldmenge die Umverteilung still und leise zu bewerkstelligen und die Bruchstellen der Währungsunion zumindest vorübergehend zu überdecken.

Sollte jedoch offen zutage treten, dass alle diese Maßnahmen nicht zu mehr Wachstum und Beschäftigung führen, wird es brenzlig. Die Menschen in den nach wie vor souveränen Teilnehmerländern merken dann,

dass ihnen mit dem Euro-Projekt ein Korsett angelegt wurde, das ihren Eigeninteressen zuwiderläuft. Das würde absehbar Zentrifugalkräfte freisetzen, würde dunkle Wolken über der Zukunft der Einheitswährung heraufziehen lassen.

Angesichts seines besonderen Risikoprofils wäre es daher nicht verwunderlich, wenn der Netto-Kapitalexport aus dem Euroraum, der seit etwa Anfang 2011 eingesetzt hat, weitergeht - verbunden mit einer fortgesetzten Abwertungstendenz des Euro-Außenwertes. Zudem dürften auch die Wechselkursausschläge zunehmen. Insbesondere auch deshalb, weil eine anhaltende Niedrigbeziehungsweise Negativzinspolitik der EZB den Euro zusehends zu einer "Car-ry-Trade"-Währung macht.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. \*Ermittelt aus Goldpreis (USD/oz) und handelsgewichtetem Außenwert des US-Dollar. In der Zeitreihe wurde der September 2011 auf 1.900 indexiert (hier erreichte der US-Dollar-Preis des Goldes seinen bisherigen Höchststand von 1.900 pro Feinunze)

(1) Siehe hierzu "Chinas Renminbi steigt auf", Degussa Markreport, 4. Dezember 2015, S. 5.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

Quelle: Auszug aus dem Markreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)

---

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](#)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/269420-Das-Spiel-mit-der-Zinswende.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

---

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!  
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).